

## *Administración del sistema colombiano de pensiones obligatorias*

Omar Alfonso Ochoa Maldonado\*

### **Resumen**

El presente trabajo analiza la eficacia del mecanismo de los multifondos, introducido en Colombia con la Ley 1328 de 2009 de reforma financiera, como instrumento que coadyuve a una mayor capitalización del sistema de pensiones en la modalidad de ahorro individual que redunde en beneficio de los afiliados al acceder al reconocimiento de la prestación pensional. Lo anterior, habida consideración de las deficiencias que presentaba el esquema anterior, por cuanto el afiliado con su ahorro en su cuenta individual no alcanzaba a cubrir sino el cuarenta por ciento (40%) del promedio histórico de su ingreso al acceder a la pensión de jubilación, lo cual denotaba la inviabilidad del sistema pensional en lo referente al reconocimiento de una pensión que mantuviera al menos el poder adquisitivo del afiliado al retirarse. El esquema de multifondos se presenta como una alternativa para profundizar en el mercado de capitales y a la vez propender a hacer más eficiente la administración de las reservas pensionales por parte de las sociedades financieras encargadas de ese cometido, con el fin de fondear los recursos necesarios para garantizar un mayor capital cuando se reconozca la obligación pensional. Para ello, se apela a la inversión diversificada de los recursos en portafolios expuestos a diversos niveles de riesgo dependiendo del perfil y la edad del cotizante.

**Palabras clave:** inversiones, mercado de capitales, multifondos, pensiones, portafolios, sistema pensional.

## *Administration of the system of mandatory pension in Colombia*

### **Abstract**

This paper attempts to analyze the effectiveness of the mechanism of multifunds recently entered the country through financial reform (Law 1328 of 2009) as a tool contributing to greater capitalization of the pension system in the form of individual savings, which would benefit the members of the when seeking access to the recognition of pension provision. This consideration given to the shortcomings concerning the above scheme, since the member with their savings in their individual account, but not enough to cover forty percent (40%) of historical average of their income when the pension access, what denoting non-viability of the pension system as regards the recognition of a pension to keep at least the purchasing power of the member, at the time of retirement. The scheme multifund, is presented as an alternative to deepen the capital market and simultaneously To prone to streamline the administration of the pension reserves by financial companies responsible for that task, in order to anchor the necessary resources to secure more capital at the time to recognize the pension obligation, thus appealing to a diversified investment portfolio resources exposed to different levels of risk depending on the profile and age of the contributor.

**Key words:** capital markets, investment funds, multifund, pensions, pension system.

(\*) Abogado con grado de honor de la Universidad Nacional de Colombia, especialista en Gestión Pública e Instituciones Administrativas de la Universidad de los Andes; y en Derecho Constitucional y en Derecho Privado Económico de la Universidad Nacional de Colombia. Realizó estudios de Filosofía y Pensamiento Político y Económico, y de maestría en Derecho Económico en la Pontificia Universidad Javeriana.  
[oaocchoa@superservicios.gov.co](mailto:oaocchoa@superservicios.gov.co)

## Antecedentes

Desde la expedición de la Ley 100 de 1993, el Sistema General de Pensiones colombiano quedó estructurado por la coexistencia de dos regímenes. Por un lado, el régimen de prima media con prestación definida, a cargo del Instituto de Seguros Sociales y las Cajas de Previsión del sector público que existían en ese momento y han ido desapareciendo paulatinamente, en el cual, independientemente del aporte efectuado por el cotizante, se reconoce una pensión de vejez equivalente al promedio histórico acumulado durante los últimos diez años de aportes al sistema. Esta modalidad parte del supuesto de solidaridad generacional, lo cual implica que los cotizantes de hoy fondean la caja con la cual se pagan las prestaciones reconocidas.

Por otro lado, el régimen de ahorro individual con solidaridad, que parte del supuesto del ahorro de un capital en una cuenta individual del afiliado que, junto con los rendimientos que se generen durante la época de ahorro y los aportes voluntarios adicionales, constituirá el capital con cargo al cual se reconozca la respectiva prestación. Dicho modelo predica que la posibilidad de acceso a la prestación pensional depende de la capacidad de ahorro del cotizante, lo cual le podría permitir pensionarse anticipadamente, dependiendo del capital acumulado en su cuenta que, como se dijo, es individual y no un fondo común, a diferencia del modelo anteriormente referenciado.

Desde la expedición de la citada Ley 100, los recursos del régimen de ahorro individual los manejan sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, en un portafolio único reglado, cuyas inversiones admisibles y los límites a las mismas están autorizados previamente por el Estado. Igualmente, se obliga a las entidades administradoras al reconocimiento de una rentabilidad mínima en la cuenta de cada afiliado, la cual es señalada por el mismo Estado, de acuerdo con el comportamiento del

mercado de capitales en el que se invierten los recursos de los aportes pensionales.

Las entidades administradoras han propugnado desde tiempo atrás que se flexibilice el marco que las obliga a efectuar inversiones hasta ciertos topes, en determinada clase de activos financieros, estableciendo diferentes alternativas que consulten el perfil de riesgo y la edad de los afiliados, lo cual, en su sentir, redundaría en beneficio de ellos mismos, quienes podrían aspirar a una mejor tasa de retorno a mayor nivel de riesgo, con lo cual contarían con más capital cuando pretendan acceder a la prestación pensional. El promedio histórico de rentabilidad ponderado de los fondos de pensiones obligatorias, según estadísticas de la Superintendencia Financiera, fue del quince por ciento (15%) anual, porcentaje que en 2007 descendió al trece por ciento (13%) y tiende a deteriorarse, según lo reporta dicha entidad en el informe de evolución de la rentabilidad en los últimos cinco años de los fondos de pensiones y cesantías, correspondiente a este año y publicado en su sitio web (<http://www.superfinanciera.gov.co>).

Para el efecto, justificando la necesidad de un cambio en la legislación existente, se citaba el caso de Chile, México y Perú, países en los cuales se ha adoptado el esquema de multifondos para administrar los recursos asociados al reconocimiento y pago de pensiones.

En su momento se adujeron razones de eficiencia en la administración de los recursos destinados a cubrir los riesgos de invalidez, vejez y muerte, frente a la inflexibilidad normativa que obligaba a las sociedades administradoras del régimen de ahorro individual con solidaridad, creado por la Ley 100, a manejar un único portafolio autorizado, con niveles de inversión previamente definidos en instrumentos financieros y limitaciones sustanciales para explorar el mercado de renta variable y el de valores emitidos en el exterior, por su marcado sesgo hacia el refugio en títulos

de renta fija, especialmente deuda soberana del Estado (Títulos de Tesorería TES Clase B).

Por otro lado, se argumentaba que era contrario a la “frontera eficiente”, mezclar en un mismo portafolio diversos perfiles de riesgo diferenciados en la práctica por edades, capacidad de ahorro y expectativa de acceso a la prestación, lo cual desestimulaba una creciente profundización del mercado, con mayores alternativas de rentabilidad, dependiendo de las características de cada sector poblacional cubierto por el sistema de seguridad social (REVEIZ Y LEÓN 2006; pp.3).

En ese contexto, el Congreso de la República aprobó la reforma financiera que establece la posibilidad de que se creen diferentes alternativas de inversión de los recursos de las pensiones, dependiendo de las preferencias, edad y perfil de los afiliados, y no un único portafolio como hasta ahora existía (Ley 1328 de 2009).

Esa situación introduce al país en el esquema de los multifondos para la administración de los recursos previsionales asociados al manejo pensional.

### La experiencia internacional

En Latinoamérica, Chile fue el primer país en adoptar el sistema de multifondos en el año 2000. En principio ofreció dos alternativas: un fondo mixto entre renta fija y renta variable y uno exclusivo en renta fija, cuyos destinatarios eran por antonomasia los afiliados próximos a acceder a la prebenda prestacional. Posteriormente, en 2002 se permitió a las administradoras ofrecer cinco (5) fondos que se diferenciaban por el nivel del porcentaje que se podía invertir en valores de renta variable, siendo A el de mayor riesgo (80% en renta variable) y E el más conservador (0% en renta variable).

Sobre el sistema chileno, se ha sustentado su existencia en la necesidad de contar con alternativas de inversión que consulten las particularidades del afiliado por cuanto, desde

el punto de vista conceptual, el sistema de multifondos se basa en reconocer que el perfil y la edad de los afiliados afecta sensiblemente la composición óptima de los portafolios y la definición de las clases de activos financieros que los integran. El panorama anterior generaba una situación en la cual todos los afiliados, sin importar su grado de aversión al riesgo, debían forzosamente invertir sus cotizaciones en un solo tipo de portafolio. Sobre ese particular se indicaba: “Desde el punto de vista conceptual, los multifondos encuentran sustento en reconocer que el perfil de los afiliados afecta la composición óptima de la cartera personal de activos financieros. Hasta antes de la creación de los multifondos, todos los afiliados, sin importar su grado de aversión al riesgo, debían invertir sus cotizaciones en un solo tipo de fondo, quedando la composición de esta cartera dentro de los límites y restricciones impuestos por la ley a completa libertad de las administradoras de fondos” (MORAN Y TRONCOSO; 2003, p. 2).

El segundo país en introducir el sistema objeto estudio en Latinoamérica fue México. En 2005 se incorporaron dos fondos con características similares a las comentadas en el caso chileno. En 2008 se autorizó el funcionamiento de tres fondos intermedios que ofrecían alternativas graduales de inversión en valores diferentes a títulos de deuda soberana y los calificados con la máxima categoría de riesgo crediticio. La última experiencia previa a la colombiana es la de Perú, país que desde 2005 permite tres tipos de fondos para la administración de los aportes obligatorios de pensiones, los cuales, siguiendo la misma línea señalada, se diferencian por el porcentaje de permisión frente a inversiones con alto nivel de volatilidad o menor riesgo en la inversión. Los tres regímenes coinciden en establecer la obligatoriedad de cierto segmento de la población de mantenerse en un fondo de bajo riesgo con un portafolio conservador, para aquellas personas que se encuentran próximas a pensionarse, con el propósito de no arriesgar el capital cuando no hay tiempo de una eventual recuperación del mismo. Igualmente,

se establece la posibilidad de trasladarse entre fondos hasta dos (2) veces al año sin penalidad. Asimismo, la comisión de manejo está atada a los resultados del fondo como un incentivo a los buenos gestores de portafolios colectivos que en los tres ejemplos citados constituyen patrimonios autónomos separados e independientes del de sus administradores (FIAP, 2007).

Especial alusión merece el tema de la rentabilidad mínima, toda vez que, salvo en México, los otros dos países exigen por normativa garantizar un nivel promedio entre los portafolios, tomando como referente el comportamiento global del sistema, lo cual constituye una garantía hacia el mantenimiento del poder adquisitivo de los recursos administrados y obliga a las entidades previsionales a desplegar una gestión eficiente en el seno de los mercados de capitales respectivos.

El comportamiento de los fondos de pensiones está inescindiblemente ligado a los resultados del mercado de valores, de tal suerte que 2006 marcó una ruptura en las rentabilidades sostenidas que traía históricamente reportadas el sistema en Latinoamérica, en razón a de la valorización de las inversiones de las economías emergentes en las bolsas domésticas, en los años anteriores, que aparejaron sustanciales ganancias para los inversores tanto del mercado de renta fija como del de acciones. No obstante, la reversión de esa tendencia ha generado inquietudes en torno al manejo de este sistema, en el sentido de que no basta, como se pensó inicialmente, con clasificar por edades el núcleo poblacional para determinar su perfil de riesgo, sino que es necesario considerar otras variables tales como: el volumen de los aportes, la actividad económica del cotizante, los plazos de maduración de los activos, las coberturas contra la inflación, los estudios de riesgo de mercado y una rígida vigilancia estatal sobre las entidades administradoras. Con respecto a ese tema se advertía en un estudio anterior a la

reforma en ciernes: “Entre tanto es inevitable cuestionar la falta de una medida de riesgos de mercado y crediticio para los fondos de pensiones. Este elemento puede ser más efectivo que acotar riesgos financieros y estimular inversiones eficientes, que los límites de la regulación presentes en la regulación actual” (JARA Y OTROS, 2001; pp. 231).

Otro paradigma que se relativiza con esa tozuda realidad es el de considerar que en los portafolios conservadores basta con restringir las inversiones admisibles a títulos de renta soberana y renta fija en general, por cuanto las valorizaciones a riesgo de mercado podrían generar pérdidas significativas sobre ese tipo de activos y, adicionalmente, las decisiones políticas sobre el pago de la deuda pública inciden sobre catalogar la deuda soberana como segura, máxime si se consideran experiencias recientes como la argentina y más recientemente la ecuatoriana.

Cabe resaltar que el sistema de multifondos está siendo severamente cuestionado, en razón de las ingentes pérdidas que ha originado, debido a la crisis de los mercados que ha causado en el caso chileno. Esto ha implicado una pérdida del 30% de los ahorros en los portafolios de alto riesgo, circunstancia que ha conducido a las centrales obreras de ese país a iniciar un movimiento para replantear el esquema pensional en su conjunto y exigir en su administración una participación tripartida (Estado, empleadores, trabajadores) y no solamente dejarlo al vaivén de los volátiles mercados financieros. El caso argentino es más agudo. En 2008 el Parlamento aprobó una iniciativa gubernamental que abolió el sistema de pensiones privado administrado por el sector financiero y estatizó el manejo de las pensiones, lo que denota una total desconfianza en el modelo de ahorro individual como alternativa para el manejo de los recursos previsionales.

**TABLA 1. INCREMENTO DE COTIZACIONES OBLIGATORIAS ARTÍCULO 20 LEY 797 DE 2003**

Trabajadores (SMLMV)							
Año	%Cotización	Mas de 4	16-17	17-18	18/19	19-20	Más de 20
2003	13,5	14,5	14,7	14,9	15,1	15,3	15,5
2004	14,5	15,5	15,7	15,9	16,1	16,3	16,5
2005	15	16	16,2	16,4	16,6	16,8	17
2006	15,5	16,5	16,7	16,9	17,1	17,3	17,5
2007	15,5	16,5	16,7	16,9	17,1	17,3	17,5
2008	16,5	17,5	17,7	17,9	18,1	18,3	18

**Tabla 2. MONTO Y DISTRIBUCIÓN DE LA COTIZACIÓN**

Base de Cotización – Ingreso mensual		2003	2004	2005	2006-2007	2008
Porcentaje de cotización		13,5%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
Distribución en prima media	Reserva	10,5%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
	Gasto de administración y pensión de invalidez y sobrevivientes	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Distribución en ahorro individual	Cuenta individual	10,0%	10,0%	10,5	11,0%	11,5%
	Fondo de garantía pensión mínima	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
	Comisión de administración y garantía Fogafin y de seguros de pensión de invalidez y sobrevivientes	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

## El contexto de la crisis pensional en Colombia

Entre los principales problemas actuales que ponen en crisis el sistema pensional, encontramos que el mismo se encuentra desfinanciado debido a la alta carga del pasivo pensional proveniente de regímenes especiales y prestaciones reconocidas antes de la reforma de 1993, circunstancia que no ha sido corregida conforme lo pronosticado cuando se realizó la reforma del sistema pensional.

Aunque la citada Ley 100 tiene la bondad de poner orden a las cotizaciones y establecer la obligatoriedad de éstas para los trabajadores y vinculados mediante contratos de prestación de servicios, no se ha logrado el propósito de ampliar la base de cotizantes debido a la creciente informalidad laboral. Se estima que cerca del 60% de los ocupados es informal, es decir, que el volumen de las cotizaciones no es el ideal para mantener el sistema actual como viable y sostenible financieramente. Así mismo, la magnitud de los recursos cotizados tampoco se ajusta a lo esperado dado que cerca del 80% de los trabajadores devenga hasta dos salarios

mínimos o menos, de los cuales más de la mitad recibe un salario mínimo o menos. O sea que el capital que están aportando las personas con dichos ingresos ni siquiera alcanzará para financiar una pensión de salario mínimo.

Así las cosas, una persona que esté cotizando sobre la base de un salario mínimo habrá acumulado como producto de ahorro y de rendimientos aproximadamente 94 salarios mínimos, en el caso de las mujeres, y 112 en el de los hombres, pero para poder obtener una pensión de dicho monto se estima necesario haber alcanzado un capital más rendimientos de aproximadamente 260 a 377 salarios mínimos, según el sexo, lo que representa una carga desfinanciada de casi el 70%, situación que se traduce en que las personas que cotizan por un rango inferior a tres salarios mínimos, ni siquiera alcanzarán a financiarse su propia pensión. Adicionalmente, las altas tasas de desempleo suponen un peligro para la sostenibilidad del sistema; debido a las características de estos esquemas financieros, un aumento de la tasa de desempleo significa necesariamente una caída de los ingresos de los

fondos (Asociación de Fondos de Pensiones, Asofondos, [www.asofondos.org.co](http://www.asofondos.org.co), 2003).

Otra circunstancia que agrava el anterior panorama es el alto índice de evasión en el pago de las cotizaciones obligatorias. Con la aplicación de la planilla única de recaudo, se esperaba que las personas que devengaran un ingreso estuvieran en la obligación de cotizar al sistema de pensiones, atando el recaudo para pensiones al pago de las cotizaciones del sistema de salud de seguridad social. Sin embargo, las dificultades que se presentaron en la aplicación de dicho sistema de recaudo pusieron en evidencia que la persona que devengaba algún tipo de ingreso solamente se encontraba en capacidad de pagar lo correspondiente al servicio de salud pero no el valor correspondiente al sistema de pensiones, debido, principalmente, a la informalidad laboral de la mayoría de las que contribuyen al sistema de seguridad social en salud.

La baja cobertura de los cotizantes al sistema de pensiones, que es menor del 30% del total de ocupados, y el mantenimiento de los privilegios de los grupos de altos ingresos también han contribuido a que los cálculos de sostenibilidad del sistema no hayan sido exitosos sobre todo para asegurar la amortización del déficit pensional.

Una situación adicional a las descritas es el alto número de personas que, a pesar de cumplir la edad para obtener su jubilación, no reúnen el número total de semanas cotizadas, por lo que hasta el momento tienen derecho a una indemnización sustitutiva que no es otra cosa que la devolución de un estimativo de sus aportes. El aumento de personas en dicha circunstancia, generado por la imposibilidad de completar el número de semanas cotizadas requeridas, ha significado una descapitalización importante del sistema pensional. La anterior situación supone un fracaso en los propósitos y finalidades del sistema, toda vez que no se están asegurando las contingencias en la vejez de la población que no reúne los requisitos mínimos de

pensión, por cuanto un elevado número de afiliados recibirá, en lugar de ésta, la devolución de su dinero.

Tampoco existe una regularidad o continuidad en los aportes efectuados al sistema, por cuanto si no estabilidad en el empleo, tampoco será posible una continuidad en las cotizaciones. Así las cosas, como cada vez crece más el número de personas que hacen tránsito de la formalidad a la informalidad, y posteriormente no tienen oportunidad de retorno, se interrumpe el volumen de cotizaciones de la misma población hacia el sistema.

Finalmente, podemos identificar que parte de la crisis del sistema pensional también es causada por la errónea administración del riesgo sobre las inversiones realizadas con los recursos de los fondos, que con la reciente crisis ha registrado pérdidas. Ése es palmariamente uno de los objetivos del presente análisis.

TABLA 3. CLASES DE PRESTACIONES DEL SISTEMA GENERAL DE PENSIONES

Régimen de prima media RPM	Régimen de ahorro individual con solidaridad - RAI Pensión de vejez
Pensión de vejez	
Pensión de invalidez	Pensión de invalidez
Pensión de sobrevivientes	Pensión de sobrevivientes
Indemnización sustitutiva	Devolución de saldos
Auxilio funerario	Auxilio funerario
MESADAS 13 Y 14	

### Análisis del problema desde la perspectiva de las inversiones

Nos hemos propuesto analizar el problema desde el punto de vista de los multifondos como una solución a la recapitalización de los fondos a partir de un esquema de inversiones que permitan, según el nivel de riesgo, brindar viabilidad financiera o por lo menos la posibilidad de que las cotizaciones, sobre todo aquellas que se sitúan sobre la base inferior a tres salarios mínimos, alcancen el nivel garantizado al que deberán acceder las

personas que finalmente reúnan los requisitos para pensionarse. Sobre ese aspecto se ha señalado que una mayor formalidad laboral se reflejaría indudablemente en el aumento en la entrada de trabajadores al sistema y, por tanto, en la densidad de cotización y la probabilidad de una pensión debidamente financiada por el ahorro.

En el sistema actual, concebido a partir de la promulgación de la Ley 100, como se señalaba antes, se creó un régimen de ahorro individual con solidaridad, sustentado en la capitalización individual, que es administrado por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, las cuales funcionan desde 1994 basadas en el modelo chileno establecido en 1980. Actualmente, en Colombia se encuentran afiliados al sistema 8.605.227 colombianos y el valor del fondo global asciende a sesenta (60) billones de pesos (Asociación de Fondos de Pensiones, Asofondos, [www.asofondos.org.co](http://www.asofondos.org.co), 2003.)

El citado sistema se basa en cuentas individuales o de contribución definida, en las que cada trabajador cotiza a una cuenta personal sobre la cual la administradora de dichos recursos debe garantizar un rendimiento mínimo. El valor de la pensión dependerá, entonces, del ahorro acumulado más los rendimientos obtenidos. Lo anterior, suponiendo que dichos recursos acumulados durante todo el tiempo de cotización puedan garantizar en el momento de la jubilación por lo menos el 110% de un salario mínimo vigente.

El sistema pensional colombiano anterior a la reforma de la Ley 100 representaba una de las causas más importantes del deterioro del déficit fiscal. En 2005, por ejemplo, se tuvieron que hacer apropiaciones del presupuesto del orden del 13%, equivalente a más de 11 billones de pesos (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General del Presupuesto Público Nacional, 2005). El pasivo pensional se generó básicamente por el desequilibrio de los aportes de los trabajadores, más la carga pensional que se debía atender y la desviación

de recursos para soportar el ineficiente esquema de salud, todo lo cual hizo inviable dicho sistema y fue una de las razones por las cuales surgió la necesidad de reformarlo, tal como en efecto se hizo en el año 2003.

Sin embargo, como se afirmó en la parte introductoria, nuevamente se observa la necesidad de reformar o ajustar el sistema, toda vez que los recursos provenientes de las cuentas de ahorro individual, en gran parte invertidos en el mercado de capitales, están expuesto a las variaciones del mercado, que en los últimos años han sido fuertes y han ocasionado descapitalización de los fondos, integrados por los recursos de las pensiones. Esta situación podría representar riesgos futuros en la solvencia del sistema.

Una reforma en el sistema de pensiones afecta varios sectores, entre ellos el mercado de capitales, por ser los fondos de pensiones unos de los principales protagonistas del mercado. La reforma financiera puede dar mayor dinamismo y avance para consolidar y desarrollar aun más este mercado no intermediado.

En la reforma financiera contenida en la Ley 1328 de 2009, se establece la implantación de un sistema de multifondos, que ya fue reglamentado por el gobierno nacional a través del Decreto 2373 de 2010. Éste establece la existencia de tres portafolios de inversión, para cuya configuración se deben consultar la edad y el perfil de riesgo de cada aportante. En principio, se crean tres tipos de fondos con distintos portafolios de inversión según el riesgo: averso (conservador), neutral (moderado) y de alto riesgo, en los cuales cada trabajador cotizante tiene la libertad de escoger el tipo de fondo al que quiere destinar sus aportes; y si no lo hace, la sociedad administradora se lo asignará de acuerdo con su perfil.

El esquema de multifondos puede mejorar la rentabilidad de los recursos aportados al sistema, al permitir la distribución de los



afiliados por edad y riesgo, lo que reduce la exposición de los fondos a la excesiva concentración en TES. En el modelo anterior, las administradoras de fondos de pensiones manejaban un solo portafolio de inversiones, situación que representaba una alta exposición al riesgo de mercado en caso de turbulencia en el mercado bursátil, circunstancia en la que pierden por igual jóvenes, adultos y los mismos jubilados.

Un portafolio para las personas amantes del riesgo estaría compuesto tanto por activos de renta fija como de renta variable, pero el porcentaje de inversión esta última sería mayor, hasta el máximo límite permitido para inversiones en ese tipo de activos. Por el contrario, una persona adversa al riesgo tendría gran parte de su portafolio en inversiones de renta fija y una menor participación en renta variable.

Lo anterior hace suponer que cada cotizante al sistema determinará el eventual rendimiento de sus propios aportes y será, por ende, responsable de escoger el sistema de riesgo de inversión, al cual serán expuestos los recursos de su ahorro individual. De todas formas, la edad del individuo será un factor determinante para su permanencia en determinada opción. Si bien es cierto que el riesgo de mercado lo siguen asumiendo los aportantes al sistema, podrían llegar a tener mayor provecho de sus aportes si están en una edad muy lejana de la de jubilación; pero si se está próximo a ella, el riesgo de volatilidades deberá ser mucho menor.

Para conjurar las causas de la crisis pensional, se requieren políticas legislativas y gubernamentales que le den viabilidad al sistema de pensiones, destacando que el principal motivo y el más estructural de todos es el empleo formal para aumentar el número de cotizantes sobre bases superiores a los dos salarios mínimos.

TABLA 4. RÉGIMEN DE AHORRO INDIVIDUAL – COMISIONES POR ADMINISTRACIÓN

Fondo	Comisión de administración por aportes obligatorios	Seguros previsionales
PROTECCIÓN	1,75%	1,25%
SKANDIA	1,53%	1,47%
PORVENIR	1,55%	1,45%
CITI	1,58%	1,42%
COLFONDOS		
ING PENSIONES Y CESANTÍAS	1,60%	1,40%
HORIZONTE	1,40%	1,60%
PROMEDIO	1,58%	1,42%
PONDERADO		

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia- Página web

Desde el punto de vista de las inversiones de los fondos, el análisis no pretende conjurar todos los problemas del actual sistema de pensiones, pero sí en cuanto a la rentabilidad de los mismos, en el sentido de facilitar una adecuada administración del riesgo de los recursos provenientes del sistema.

### Prospectivas de la adopción del modelo de multifondos

En el contexto del debate propuesto en el país, diversos sectores han propugnado por la necesidad de una reforma al sistema previsto desde la Ley 100, entre otros fines, para adaptarse a los estándares internacionales esbozados anteriormente. En un estudio ya reseñado, elaborado por el Banco de la República en 2006, se advertía: “Las pruebas y modelos utilizados demuestran que el marco regulatorio de las inversiones de los FOP (Fondos Obligatorios de Pensiones) restringen el retorno esperado, volatilidad y demás momentos de la distribución de los retornos de los portafolios de la AFP. Dicho marco regulatorio reduce el acceso de los administradores a niveles superiores de retorno por unidad de riesgo (razón de Sharpe) y a mayores beneficios de diversificación (REVEIZ Y LEÓN; 2006, p. 23).

En ese orden de ideas, en la reforma financiera recientemente implementada se destaca como uno de los elementos más relevantes la



introducción en el país del modelo de multifondos para la administración del sistema pensional, en la modalidad de ahorro individual con solidaridad. Entre otros argumentos, se plantea la necesidad de poner al país a tono con las tendencias internacionales en la materia, el logro de una “frontera eficiente” desde la teoría económica, entendida como el conjunto de estrategias de inversión que, tomando en consideración el nivel de riesgo, le brinde al inversionista el mayor retorno esperado. Es así como, en la exposición de motivos del proyecto de reforma financiera, el gobierno nacional señaló, entre otros aspectos: “Los denominados multifondos permiten una adaptación más flexible a los distintos perfiles de riesgo de los afiliados, y al mismo tiempo, posibilitan, una gestión más eficiente con el “ciclo de vida”, recuperando la consistencia regulatoria entre instrumentos y objetivos. Así, incrementan la eficiencia del sistema pensional para cumplir con su objetivo, segmentan a los afiliados en distintos perfiles de riesgo-retorno y aumentan la rentabilidad para los afiliados menos aversos al riesgo, a la vez que protegen el valor del beneficio para afiliados próximos a pensionarse.” (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Exposición de Motivos Proyecto de Ley: *“Por el cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones”*, p. 19).

Como se aprecia, se trata de superar el esquema de un único portafolio, cuyos límites de inversión por tipo de activo está previamente definido en la normatividad, para pasar a un modelo en el cual se oferte un abanico de posibilidades de inversión que pueda ser escogida por el afiliado, tomando en consideraciones sus particularidades tales como edad, capacidad de aporte y aversión al riesgo.

Se destaca la obligación por parte del Estado, por conducto del Fondo de Garantías de Entidades Financieras (Fogafin), de garantizar que no se generen rentabilidades acumuladas negativas, es decir, que dicha rentabilidad no

sea inferior al IPC certificado por el Dane, como un elemento que propugna por el mantenimiento del poder adquisitivo del ahorro pensional y además deja avizorar que el manejo de este tema no puede dejarse al vaivén del mercado, sino que es necesario un grado de intervención estatal para garantizar un mínimo vital hacia el futuro pensionado.

De la mano de las anteriores reformas, la nueva legislación consagra un cambio en la manera como se calculan las comisiones de administración, en procura de incentivar el mejor retorno posible, de tal suerte que en búsqueda de la frontera eficiente, la administradora pueda cobrar dicha cuota sobre el resultado de su gestión profesional.

La reciente reglamentación establece parámetros y criterios en materia de selección del respectivo fondo, de acuerdo con el perfil del cotizante y la necesaria información que se le debe brindar al afiliado, de la manera más ilustrada posible, antes de adoptar una decisión en un sentido u otro. Como lo advierte Luis Figueroa de la Barra, de la Superintendencia de AFP de Chile, el desafío en ese frente de acción es “informar y educar” (Multifondos y sistema previsional en Chile. Congreso de Asofondos. Memorias).

Igualmente, la composición de los diferentes portafolios, en los cuales se incorporarán valores de alto, medio y moderado riesgo, que dará cabida en el mercado a títulos, hasta ahora relegados, como algunos de renta variable e incluso inversiones en activos en el exterior, en un contexto de globalización e interconexión de los escenarios bursátiles.

Un factor de la mayor envergadura es el de la administración de los riesgos, a través de modelos de referencia y una supervisión eficiente por parte de la Superintendencia Financiera en torno al cumplimiento de límites de inversión y adecuada gestión del riesgo de mercado y crédito. Uno de los aspectos de reconocida importancia es la posibilidad, plasmada en la ley, de utilizar los recursos de

las reservas pensionales para invertir en activos financieros vinculados a proyectos de infraestructura, en títulos provenientes de cartera de microcrédito y de deudas de empresas que se dedican a la actividad del microcrédito (artículo 100 de la Ley 1368 de 2009).

Dicha alternativa posibilitaría la utilización de recursos sustanciales de largo aliento en proyectos estratégicos de infraestructura, canalizando ahorro a la inversión productiva,

siempre y cuando se salvaguarden los intereses de los afiliados al sistema pensional.

De esa forma, las reservas no solamente se utilizarían para especular en el mercado de valores, en adquirir deuda del gobierno, sino que su uso podría ser más eficiente en el financiamiento de proyectos de desarrollo de carácter productivo.

TABLA 5. TASA DE COTIZACIÓN SISTEMA GENERAL DE PENSIONES

Año	Tasa de cotización	RPM (Régimen de prima media)		RA IS (Régimen de ahorro individual con Solidaridad)		
		Reservas	Administración y pensiones S e I	Cuenta Individual	Comisión y prima	F G P I v I
2008						
2009	16%	13%	3%	11,5%	3%	1,5%
2010						

## Desarrollo reglamentario

Los Decretos 2373 y 2241 de 2010, expedidos recientemente y recogidos en el Decreto 2555 de 1020, (Título 10, artículos 2.6.10.1.1 y siguientes), desarrollan a escala reglamentaria el esquema de multifondos de pensiones contenido en la reforma financiera y, además de señalar las características de los tres tipos de fondos en los cuales los afiliados al régimen de ahorro individual con solidaridad podrán manejar sus ahorros pensionales (conservador, moderado y mayor riesgo), establecen la obligación en cabeza de las administradoras del Sistema General de Pensiones de organizar campañas de información mediante las cuales se realicen capacitaciones, charlas, conferencias y, en general, actividades de educación dirigidas a los consumidores financieros, con respecto a las características y riesgos inherentes a cada tipo de fondo de pensiones del citado régimen.

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones, según la normativa expuesta, deberán promover el esquema de multifondos mediante la implementación de campañas de información y de educación financiera dirigidas

a informar a los consumidores respectivos, con el propósito de que éstos lo conozcan, en especial el derecho a elegir el tipo de fondo, de acuerdo con su edad y perfil del riesgo asociado. Para el efecto, deberán suscribir convenios con instituciones universitarias acreditadas. Las citadas capacitaciones pueden ser presenciales o virtuales y la evidencia de su realización debe quedar a disposición de la Superintendencia Financiera para efectos de supervisión y control.

La promoción comprenderá todas las iniciativas y programas tendientes a: 1) difundir las características del esquema de multifondos y sus efectos para los consumidores financieros, tanto en el momento de afiliación o traslado de una administradora a otra, como en el paso de un régimen a otro, y 2) informar respecto de los riesgos, derechos y obligaciones que apliquen a los consumidores financieros para que éstos tomen decisiones informadas.

Como se trata de un nuevo modelo de administración de recursos en diferentes portafolios, es necesario que los promotores de las sociedades administradoras también se

capaciten en las características y particularidades del mismo para poder prestar una debida asesoría y no incurrir en faltas contra ese deber profesional hacia los consumidores financieros.

Como se aprecia, por mandato normativo las administradoras del sistema de pensiones tienen la obligación de ejecutar programas de educación dirigidos tanto a sus afiliados como a sus promotores, con diferente nivel de profundidad, en aras de difundir adecuadamente la información relacionada con el nuevo modelo y brindar elementos objetivos sobre los cuales el afiliado pueda realizar su elección.

Las administradoras de los dos regímenes del Sistema General de Pensiones deberán acreditar que los promotores vinculados por ellas han recibido y aprobado un programa de capacitación por lo menos una vez cada dos años.

El otro aspecto por considerar es que, a partir de enero de 2011 los afiliados deberán escoger entre las tres opciones descritas y en el evento de que no lo hagan dentro de ese lapso, la administradora les asignará por defecto el portafolio moderado o intermedio, sin perjuicio de la posibilidad de elección futura. El traslado es procedente cada seis meses, y no es posible escindir la participación en dos o tres portafolios. La totalidad de los recursos del afiliado deben manejarse en una de las opciones ofrecidas.

Por otro lado, la libertad de elección del afiliado queda supeditada al esquema de convergencia, en virtud del cual mujeres mayores de 50 años y hombres mayores de 55 deberán converger obligatoriamente hacia el portafolio conservador en forma paulatina y forzosa, cada año en un 20% hasta que la totalidad de los recursos previsionales se manejen en esa alternativa. Lo anterior se justifica por cuanto se trata de proteger el ahorro de quien está próximo al reconocimiento prestacional y ante una volatilidad negativa en las opciones moderada

o de alto riesgo ya no se tiene la perspectiva de cotización en el tiempo que permita recuperar eventuales pérdidas.

Por último, se establece un portafolio especial de pensionados en la modalidad de retiro programado, el cual tiene un perfil conservador en cuanto al riesgo de mercado y de conservación de una rentabilidad promedio, para propender al mantenimiento del capital que sirve de fuente al pago de las respectivas mesadas pensionales.

TABLA 6. ESQUEMA DE MULTIFONDOS

Conservador Enero y marzo 2011	Moderado 15 de septiembre de 2010	Mayor riesgo Enero y marzo 2011
Protege el ahorro del los afiliados próximos a pensionarse: Menor riesgo y retorno.	Fondo actual: Riesgo y retorno similares a los observados en el fondo actual – Estabilidad y tranquilidad.	Potencializa el ahorro de los afiliados jóvenes: Mayor retorno y riesgo y mayor rentabilidad.

## Conclusiones

La incorporación del sistema de multifondos en Colombia es el resultado de un proceso histórico en Latinoamérica que propende a poner a tono la administración de los recursos asociados al pago de pensiones, con el desarrollo del mercado de capitales y la búsqueda de una frontera de inversión eficiente que consulte las particularidades de los diferentes sectores cotizantes.

Ese loable propósito tiene las ventajas de permitirle al afiliado la escogencia de un portafolio que se adapte a sus expectativas y perfil de riesgo, para lo cual es necesario que cuente con la información y capacitación suficiente en aspectos básicos del mercado, de modo que pueda tomar la decisión que más le convenga a sus intereses en forma racional.

Por otro lado, el esquema trae la ventaja de profundizar en el mercado de capitales del país, el cual es incipiente en términos de que su representatividad está dada por títulos de

tesorería TES y un número muy reducido de acciones que cotizan en bolsa, lo cual abre la posibilidad de ensanchar un mercado que debería actuar como agente catalizador de recursos de sectores con liquidez a las actividades productivas que son en últimas las que permiten el crecimiento económico sostenido.

Es relevante para el desarrollo de grandes obras de infraestructura, en una coyuntura de planes anti cíclicos, contar con recursos que financien ese tipo de iniciativas, lo cual convertiría el ahorro pensional en un motor productivo y dinamizador de la economía en su conjunto, siempre y cuando los parámetros de inversión y funcionalidad sean claramente definidos por el gobierno y no menoscaben los derechos de los afiliados al sistema.

A pesar de las bondades que ofrece el esquema, es igualmente pertinente señalar que el éxito del mismo depende de la eficiente supervisión del Estado sobre el cumplimiento de la normativa relativa a la administración de la inversión de los recursos de terceros, la cultura de inversión que se difunda sobre los afiliados y, ante todo, el sistema de administración de riesgos, con especial énfasis en el de mercado y crediticio, en aras de salvaguardar los intereses mayoritarios de los cotizantes.

En últimas, si bien la reforma puede redundar en beneficio de la profundidad del mercado de activos financieros en su conjunto, el tema pensional no debe relegarse simplemente a la lógica de los mercados, por cuanto en esta materia subyace un componente social que hace necesario no solamente el intervencionismo del Estado sino una regulación tuitiva de los intereses de los afiliados a los fondos a quienes, so pretexto de buscar rentabilidad, no se les puede conculcar sus legítimas expectativas para acceder a una prestación en condiciones de un mínimo poder adquisitivo.

Paralelo a los beneficios para el mercado, cabe reflexionar sobre cómo durante el periodo de

acumulación de capital, los fondos no fueron insistentes en la necesidad de flexibilizar el manejo de sus portafolios. No obstante, cuando se avizoraba el inicio del ciclo de exigibilidades de jubilación, los gremios y sus defensores enarbolaron la necesidad de adaptar la legislación al contexto, exigencia que se plasmó en la pasada reforma financiera. Respecto de ésta, si bien proporciona, como se ha indicado, elementos valiosos para el desarrollo del mercado de capitales, su proceso reglamentario no puede desconocer realidades tozudas tales como la expectativa de vida promedio de la población, frente a las exigencias de acceso a una pensión de jubilación y el monto de la misma para tener un ingreso en condiciones de dignidad, con el requisito de acumular aportes sobre un horizonte de 45 años, para acceder a una pingüe prestación que no garantiza *per se* un ingreso promedio, pero que sí ha dejado ingentes ganancias a las administradoras de los recursos.

La anterior situación obliga a los cotizantes a buscar fuentes alternas de ingreso en la edad de jubilación que son ajenas al sistema, por cuanto la incertidumbre en torno al mismo no permite vislumbrar que los buenos resultados financieros para las administradoras necesariamente se materialicen en el reconocimiento de una prebenda prestacional meridiana que le permite a una persona de la tercera edad tener un ingreso que solvete su mínimo vital en condiciones de dignidad.

Así las cosas, la administración de portafolios variados por parte del sistema financiero puede ser un negocio muy rentable para el mercado y generarle espacios de profundidad, pero ello no necesariamente se reflejará en el beneficio hacia el cotizante directo.

La experiencia internacional ha demostrado que el sistema adoptado no necesariamente es garantía de una mayor capitalización de las reservas pensionales en las cuentas de ahorro individual; por el contrario, en circunstancias de volatilidad y crisis de los mercados, los portafolios de alto riesgo de ven abocados a

grandes pérdidas como ocurrió en Chile donde recientemente perdieron el 30% del capital ahorrado en el año 2007.

El otro grave problema es la formación del afiliado. Cabe indagar cómo se le puede transferir la responsabilidad de elegir en qué tipos de activos se inviertan los recursos de su cuenta de ahorro previsional, cuando la experiencia ha demostrado que ni los más avezados economistas aciertan en torno al comportamiento de las diferentes variables de los mercados.

Todo lo anterior lleva a concluir que si bien el esquema de multifondos puede beneficiar la profundidad del mercado de capitales doméstico, su existencia no es garantía para la obtención de una tasa de retorno que incremente sustancialmente el capital del ahorro previsional. Todo lo contrario: en coyunturas como las vividas recientemente, las pérdidas pueden ser de tal magnitud que la recuperación del capital se difiera un tiempo considerable.

La alternativa es, entonces, replantear el sistema de administración pensional, el cual debe tener una participación tripartita: trabajadores, empleadores y Estado, sin que se relegue el futuro de los millares de trabajadores exclusivamente al comportamiento aleatorio de los mercados financieros, toda vez que si existe

una temática en la cual se justifique la activa intervención del Estado como garante de los derechos fundamentales, es en materia del régimen pensional.

## Bibliografía

- FIGUEROA DE LA BARRA, LUIS. *Multifondos y sistema previsional en Chile*. Congreso de Asofondos – memorias. Superintendencia de AFP de Chile: Cartagena, abril de 2008.
- JARA, DIEGO; GÓMEZ CAROLINA Y PARDO, ANDRES. Análisis de eficiencia de los portafolios pensionales obligatorios en Colombia. *En: Ensayos sobre Política Económica*, diciembre de 2005, No. 49, pp. 192-239. ISSN 0120-4483.
- MORÁN, PABLO Y TRONCOSO CRISTIAN. El Rol de los multifondos en el sistema de pensiones chileno: un análisis de su implementación. *En: Panorama Socioeconómico*, octubre de 2003, No. 27, 14 p. ISSN 0716-1921.
- MULTIFONDOS. *Los Casos de Chile, México y Perú*. Serie Regulaciones Comparadas. FIAP: Santiago, diciembre de 2007.
- REPÚBLICA DE COLOMBIA. Ley 1328 del 15 de julio de 2009. Diario Oficial No. 47411, Bogotá.
- REVEIZ, ALEJANDRO Y LEÓN, CARLOS. Administración de fondos de pensiones y multifondos en Colombia. *En: Serie Borradores de Economía*, 2006, No. 506.